

2019. 3. 5



▲ 정유/화학  
Analyst **노우호**  
02. 6098-6668  
wooho.rho@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) **240,000 원**

현재주가 (3.4) **183,500 원**

상승여력 **30.8%**

KOSPI 2,190.66pt

시가총액 169,674억원

발행주식수 9,247만주

유동주식비율 60.63%

외국인비중 37.86%

52주 최고/최저가 225,500원/166,500원

평균거래대금 454.6억원

### 주요주주(%)

SK 외 2 인 33.42

국민연금 9.66

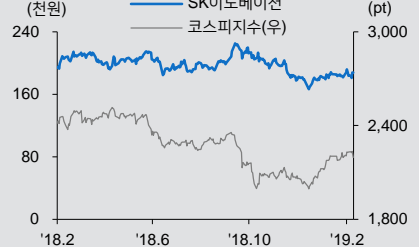
### 주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.3 -4.9 -11.6

상대주가 -0.8 0.5 -3.0

### 주가그래프



# SK이노베이션 096770

## 소재사업부 분할과 주가 Re-rating

- ✓ 소재사업부 물적분할 결정으로 19년 4월 SK IE Materials 신규 설립 예정 : 주요 제품은 배터리 분리막(LIBS)와 투명PI(FCW, Flexible Cover Window) : 배터리 가치(3.2조원)를 합산한 소재사업부 가치 4.6조원 추정
- ✓ 정유업종 최선호주 유지, 소재사업부 분할 이후 사업부별 주가 Re-rating 구간 SoTP(Sum of the Parts)를 통한 적정주가는 24만원(기존과 동일)

### SK 이노베이션의 차세대 성장 동력 부각: EV 배터리, LIBS 분리막, 투명 PI

동사는 최근 공시(유럽 EV배터리 제2공장 투자, 소재사업부 물적분할)를 통해 차세대 성장 동력으로 EV 배터리와 관련 소재, 고부가 필름(투명PI)을 제시했다. 19년 4월 물적분할될 예정인 소재사업부(신설법인 SK IE Materials)는 LIBS분리막과 투명PI(FCW) 사업을 영위한다. 분할 이후 동사의 지분율과 연결재무제표에 변동은 없다. 18년 기준 소재사업부 매출액은 2,791억원과 영업이익 870억원을 기록, 20% 수준 ROE로 추정된다. 19년 LIBS 분리막 증설에 따른 꾸준한 외형 확대가 예상된다. 동사는 배터리와 분리막의 생산능력 급증으로 성장성이 부각되겠다. 동사는 헝가리 EV배터리 제2공장 투자(12.5Gwh)를 확정, 2020년까지 EV배터리 생산능력은 60Gwh(연평균 257% 증가)로 급증하겠다. LIBS 분리막의 18년 연말 생산능력은 3.6억m<sup>2</sup>, 2021년 12.0억m<sup>2</sup>로 증가한다.

### 소재사업부와 EV 배터리 사업 가치 반영한 적정주가 24만원

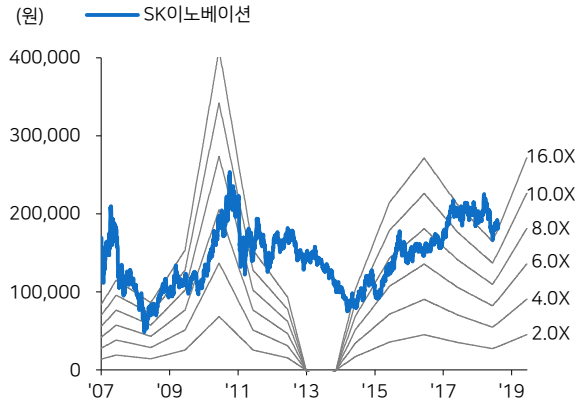
18년 자사주 1조원 규모 매입 이후, 금번의 소재사업부 분할 결정 또한 기업가치 제고에 긍정적이다. 사업부 분할을 통해 기존 사업가치에 제대로 반영되지 못한 배터리와 분리막의 사업가치 재평가가 이뤄지기 때문이다. 특히 소재사업부의 19년 예상 영업이익은 1천억원, 연간 외형확대를 고려하면 2020년 이후 사업부 이익은 2천억원으로 증가할 전망이다.

동사의 분리막 사업은 경쟁사(Asahi Kasei, Toray)를 앞도하는 이익률, 투명PI 필름의 성장성을 바탕으로 멀티플 할증이 가능하다. 이에 동사의 사업구조 개편에 따라 SoTP(Sum of the Parts) Valuation을 이용, 소재사업부 가치를 EV/EBITDA 멀티플 9.8배 적용, EV 배터리 가치 3.2조원을 합산한 4.6조로 추정한다.

19년 동사의 투자의견 Buy와 적정주가 24만원을 유지한다.

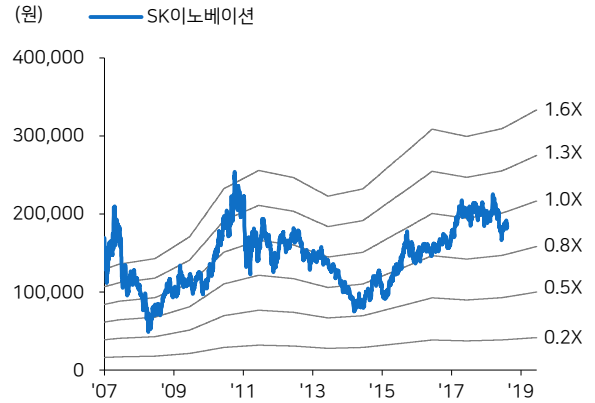
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	39,520.5	3,228.3	1,671.3	17,988	98.9	182,504	8.1	0.8	3.8	10.1	78.0
2017	46,260.9	3,234.4	2,103.8	22,643	24.6	192,989	9.0	1.1	5.2	12.0	77.3
2018P	54,510.9	2,120.2	1,636.2	17,586	-21.4	187,157	10.2	1.0	7.5	9.2	90.2
2019E	49,668.3	1,928.7	1,279.2	13,726	-21.7	193,276	13.5	1.0	8.4	7.2	87.3
2020E	50,948.4	2,373.5	2,104.6	22,652	65.0	208,203	8.2	0.9	7.1	11.2	82.6

그림1 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권리서치센터

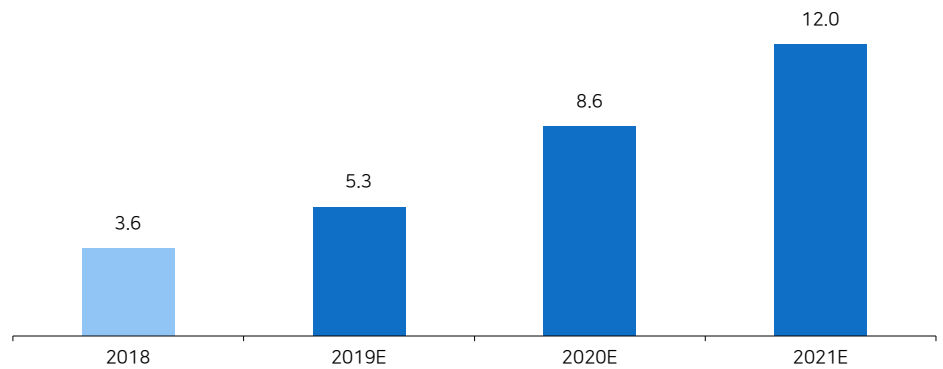
표1 SK이노베이션 배터리 생산능력 현황

위치	생산능력(Gwh)		비고
	기존	변경 후	
서산	4.7	4.7	18년 연말 완공
중국	7.5	20.0	2Q20 가동 예정
헝가리	7.5	20.0	1Q20 가동 예정
미국	10.0	15.0	21년말 예정

자료: SK이노베이션, 메리츠증권리서치센터

그림3 SK이노베이션 LIBS 분리막 생산능력 가이던스

(억제곱미터)



자료: SK이노베이션, 메리츠증권리서치센터

표2 SK이노베이션: 소재사업부 분할에 따른 SoTP(Sum of the Parts) Valuation Table

사업가치 (A)	19년 EBITDA (십억원)	Fair Value (십억원)	Multiple (배)	비고
석유	612	4,614	7.5	미국 Valero 등 경쟁사 대비 할증
화학	1,370	7,889	5.8	LG화학, LC Titan 대비 할증
루브리컨츠	729	8,596	11.8	경쟁사 평균 적용
광구	291	2,072	7.1	ExxonMobil 등 경쟁사 대비 할인
소재/배터리	146	4,621	9.8	Asahi Kasei와 Toray 평균 대비 할증 19년 기준 SK이노베이션 배터리가치 3.2조원 합산
자산가치 (B)	BV/시가		비고	
매도가능 금융자산	250		매도가능 금융자산 장부가치 반영	
총 기업가치 (C=A+B)	28,042			
순차입금/보증 (D)	5,842		2019년 말 기준 추정 순차입금	
우선주가치 (E)	158			
적정 시가총액 (C-D-E)	22,042			
발행주식수 (천주)	92,466			
적정 주주가치 (원)	238,378			
	<b>240,000</b>			

자료: 메리츠증권리서치센터

## SK 이노베이션 (096770)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>39,520.5</b>	<b>46,260.9</b>	<b>54,510.9</b>	<b>49,668.3</b>	<b>50,948.4</b>
매출액증가율 (%)	-18.3	17.1	17.8	-8.9	2.6
매출원가	34,561.8	40,905.2	50,560.9	46,079.8	46,867.6
매출총이익	4,958.8	5,355.7	3,950.0	3,588.5	4,080.8
판매관리비	1,730.5	2,121.3	1,829.7	1,659.8	1,707.3
<b>영업이익</b>	<b>3,228.3</b>	<b>3,234.4</b>	<b>2,120.2</b>	<b>1,928.7</b>	<b>2,373.5</b>
영업이익률	8.2	7.0	3.9	3.9	4.7
금융손익	-289.9	-169.8	-407.2	-218.6	-233.6
중속/관계기업손익	-124.0	311.3	168.5	220.0	240.0
기타영업외손익	-391.0	-141.1	539.5	-120.0	-160.0
세전계속사업이익	2,423.4	3,234.8	2,421.1	1,810.1	2,219.9
법인세비용	701.9	1,079.1	710.8	442.8	540.7
<b>당기순이익</b>	<b>1,721.4</b>	<b>2,145.1</b>	<b>1,687.1</b>	<b>1,322.9</b>	<b>2,176.4</b>
지배주주지분 손이익	1,671.3	2,103.8	1,636.2	1,279.2	2,104.6

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>3,677.8</b>	<b>2,180.2</b>	<b>805.4</b>	<b>2,434.4</b>	<b>3,173.8</b>
당기순이익(손실)	1,721.4	2,145.1	1,687.1	1,322.9	2,176.4
유형자산상각비	799.1	791.0	866.9	898.5	1,007.9
무형자산상각비	115.3	109.0	85.7	86.4	82.1
운전자본의 증감	268.0	-1,214.2	-1,837.7	126.7	-92.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-2,056.1</b>	<b>-1,066.2</b>	<b>-1,446.4</b>	<b>-2,464.3</b>	<b>-2,499.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-607.0	-938.4	-2,241.8	-2,600.0	-2,400.0
투자자산의감소(증가)	196.5	67.0	-157.9	101.0	-73.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-2,018.6</b>	<b>-1,670.7</b>	<b>-107.5</b>	<b>-409.2</b>	<b>-623.3</b>
차입금의 증감	-1,579.4	-1,010.0	1,746.2	296.6	82.5
자본의 증가	0.0	-118.4	0.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-375.5	-640.5	-722.8	-439.1	51.3
기초현금	3,019.7	2,644.2	2,003.7	1,280.9	841.8
기말현금	2,644.2	2,003.7	1,280.9	841.8	893.1

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>14,987.7</b>	<b>16,219.2</b>	<b>15,715.6</b>	<b>14,805.2</b>	<b>15,201.1</b>
현금및현금성자산	2,644.2	2,003.7	1,280.9	841.8	893.1
매출채권	3,937.0	4,821.3	5,151.1	4,982.9	5,105.9
재고자산	4,445.3	5,978.6	6,848.6	6,624.9	6,788.5
<b>비유동자산</b>	<b>17,593.6</b>	<b>18,024.4</b>	<b>19,929.4</b>	<b>21,443.5</b>	<b>22,827.4</b>
유형자산	13,603.5	13,587.2	14,865.4	16,566.9	17,959.0
무형자산	1,272.3	1,520.8	1,880.1	1,793.7	1,711.6
투자자산	2,567.3	2,820.3	3,091.7	2,990.7	3,064.6
<b>자산총계</b>	<b>32,581.3</b>	<b>34,243.6</b>	<b>35,645.0</b>	<b>36,248.7</b>	<b>38,028.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>8,736.6</b>	<b>9,954.8</b>	<b>10,188.1</b>	<b>9,958.6</b>	<b>9,992.9</b>
매입채무	4,207.7	5,265.3	5,645.9	5,461.6	5,596.4
단기차입금	21.9	242.9	241.3	241.3	221.3
유동성장기부채	1,678.1	1,272.4	1,289.1	1,239.1	989.1
<b>비유동부채</b>	<b>5,539.7</b>	<b>4,979.5</b>	<b>6,720.6</b>	<b>6,936.7</b>	<b>7,211.5</b>
사채	4,122.8	3,233.1	4,651.0	4,751.0	4,851.0
장기차입금	747.0	829.6	1,026.6	1,176.6	1,326.6
<b>부채총계</b>	<b>14,276.3</b>	<b>14,934.3</b>	<b>16,908.7</b>	<b>16,895.3</b>	<b>17,204.4</b>
<b>자본금</b>	<b>468.6</b>	<b>468.6</b>	<b>468.6</b>	<b>468.6</b>	<b>468.6</b>
자본잉여금	5,884.2	5,765.8	5,766.2	5,766.2	5,766.2
기타포괄이익누계액	215.7	-54.2	82.2	82.2	82.2
이익잉여금	10,670.8	12,041.7	12,360.1	12,933.6	14,332.4
비지배주주지분	1,201.9	1,223.6	1,197.1	1,240.8	1,312.6
<b>자본총계</b>	<b>18,305.1</b>	<b>19,309.3</b>	<b>18,736.3</b>	<b>19,353.4</b>	<b>20,824.1</b>

### Key Financial Data

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	427,408	500,304	589,527	537,154	550,999
EPS(지배주주)	17,988	22,643	17,586	13,726	22,652
CFPS	44,076	44,744	38,613	32,306	43,894
EBITDAPS	44,803	44,713	33,232	31,510	37,457
BPS	182,504	192,989	187,157	193,276	208,203
DPS	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000
배당수익률(%)	4.4	3.9	4.5	4.3	4.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	8.1	9.0	10.2	13.5	8.2
PCR	3.3	4.6	4.6	5.7	4.2
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	0.8	1.1	1.0	1.0	0.9
EBITDA	4,142.7	4,134.4	3,072.8	2,913.6	3,463.5
EV/EBITDA	3.8	5.2	7.5	8.4	7.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	10.1	12.0	9.2	7.2	11.2
EBITDA 이익률	10.5	8.9	5.6	5.9	6.8
부채비율	78.0	77.3	90.2	87.3	82.6
금융비용부담률	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
이자보상배율(x)	12.8	15.7	8.5	6.4	7.7
매출채권회전율(x)	10.7	10.6	10.9	9.8	10.1
재고자산회전율(x)	9.9	8.9	8.5	7.4	7.6

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 3월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 3월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 3월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
<b>산업</b>	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.04.05	산업분석	Buy	240,000	노우호	-32.6	-29.2	
2017.04.26	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-31.3	-27.3	
2017.05.30	산업분석	Buy	240,000	노우호	-31.4	-27.3	
2017.06.12	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-31.7	-27.3	
2017.06.26	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-32.0	-27.3	
2017.07.10	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-31.6	-26.0	
2017.07.28	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-30.1	-20.2	
2017.09.13	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-29.4	-18.3	
2017.09.27	산업브리프	Buy	275,000	노우호	-26.3	-23.6	
2017.10.17	산업분석	Buy	275,000	노우호	-25.5	-23.6	
2017.11.03	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-25.3	-20.9	
2017.11.29	산업분석	Buy	275,000	노우호	-26.0	-20.9	
2018.02.01	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-26.1	-20.9	
2018.05.16	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-26.1	-20.9	
2018.05.31	산업분석	Buy	275,000	노우호	-25.9	-20.9	
2018.07.03	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-19.5	-15.8	
2018.07.30	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-18.4	-10.4	
2018.10.01	산업분석	Buy	275,000	노우호	-22.3	-18.0	
2018.11.02	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-22.7	-18.0	
2018.11.07	산업분석	Buy	275,000	노우호	-23.2	-18.0	
2018.11.13	산업분석	Buy	275,000	노우호	-27.8	-18.0	
2019.01.08	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-25.2	-24.4	
2019.01.14	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-24.9	-23.5	
2019.01.22	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-24.3	-21.5	
2019.02.01	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-24.0	-21.5	
2019.02.18	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-23.6	-20.0	
2019.02.25	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-23.5	-20.0	
2019.03.04	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-23.5	-20.0	
2019.03.05	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-	-	